



黄山城投集团有限公司 2023 年度跟踪 评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1380 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	黄山城投集团有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“18 黄山债/PRG 黄山 1”	AA
	“20 黄山债/20 黄山债”	AA+

评级观点

本次跟踪维持主体和债项上次评级结论，其中，“20 黄山债/20 黄山债”债项级别充分考虑了公司以其合法拥有的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，该担保对本期债券还本付息起到一定的增信作用。中诚信国际认为黄山市的经济财政实力较强，区域发展环境向好，经济财政实力持续增强，潜在的支持能力较强；黄山城投集团有限公司（以下简称“黄山城投”或“公司”）系黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，重要性及政府关联性高。同时，中诚信国际预计，黄山市主营业务稳定发展；但需关注现金及现金等价物持续减少、资产流动性较弱和抵押土地现值变动对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，黄山城投集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济及财政实力显著增强；公司业务区域面积明显扩大或公司地位提升，股东及相关各方的支持能力和支持意愿均增强；公司资本实力显著扩充，资产质量和盈利能力均大幅改善且具有可持续性。
可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **区域发展环境向好。**2022年，黄山市经济财政实力稳步增强，且黄山市已被纳入“杭州都市圈”及长江三角洲区域一体化发展规划，为公司的发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位仍突出，得到政府的有力支持。**公司是黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在黄山市城市基建和国有资产运营方面发挥了关键作用，业务具备较强的区域垄断性，2022年以来获得政府在资金注入和政府补助等方面的持续支持。
- **有效的增信措施。**公司以其合法拥有的国有土地使用权为“20黄山债/20黄山债”提供抵押担保，该担保对本期债券还本付息起到一定的增信作用。

关注

- **现金及现金等价物持续减少。**2022年，公司通过外部融资叠加业务回款和政府补助等方式筹集的资金，无法完全覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额持续为负，需持续关注再融资环境的变化以及公司后续融资的顺畅性。
- **资产流动性较弱。**公司资产以土地使用权、基建项目投入及应收类款项等为主，且土地使用权受限比例较高，资产变现周期较长，流动性偏弱。
- **抵押土地现值需保持关注。**《土地估价报告》有效期为一年，公司自2020年4月27日后暂未出具最新的评估报告，“20黄山债/20黄山债”抵押土地现值需保持关注。

项目负责人：王少强 shqwang@ccxi.com.cn

项目组成员：李攀 pli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

黄山城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	327.39	334.22	327.41	326.88
经调整的所有者权益合计（亿元）	132.53	136.99	136.78	136.94
负债合计（亿元）	189.81	192.58	186.27	185.67
总债务（亿元）	130.57	118.34	118.53	119.78
营业总收入（亿元）	10.58	12.81	17.24	4.82
经营性业务利润（亿元）	2.38	2.53	3.20	0.17
净利润（亿元）	2.30	2.58	3.04	0.16
EBITDA（亿元）	4.47	5.12	7.88	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.65	17.72	17.90	2.43
总资本化比率（%）	49.63	46.35	46.43	46.66
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.83	1.08	1.58	--

注：1、中诚信国际根据黄山城投提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、为准确计算债务，将其他流动负债中带息部分计入短期债务，将长期应付款和其他权益工具中带息部分计入长期债务；3、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

黄山城投集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	20 黄山债/20 黄山债（AA ⁺ ） 18 黄山债/PRG 黄山 1（AA）	2022/06/27	周蒙、关宇芹	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	20 黄山债/20 黄山债（AA ⁺ ）	2020/09/18	李颖、周璇	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	18 黄山债/PRG 黄山 1（AA）	2018/04/04	魏荣、李颖	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2017_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	黄山城投	萍乡城投	鹤壁投资
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	安徽省黄山市	江西省萍乡市	河南省鹤壁市
GDP（亿元）	1,002.30	1,160.33	1,107.04
一般公共预算收入（亿元）	90.70	107.11	81.14
经调整的所有者权益合计（亿元）	136.78	260.09	130.68
总资本化比率（%）	46.43	55.02	55.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.58	1.02	2.16

注：“萍乡城投”系“萍乡市城市建设投资集团有限公司”的简称，“鹤壁投资”系“鹤壁投资集团有限公司”的简称。

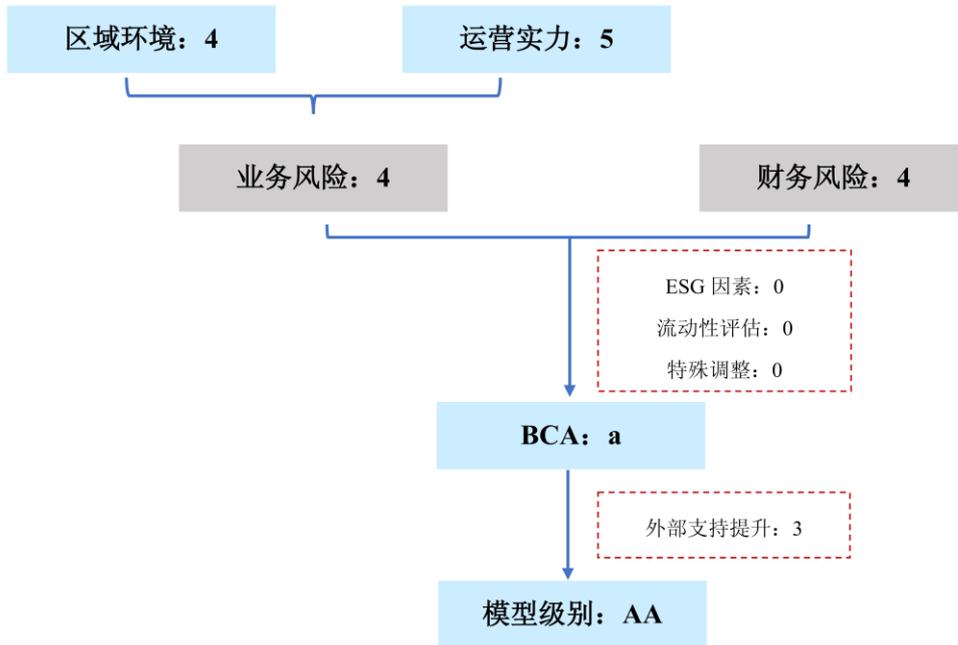
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 黄山债/PRG 黄山 1	AA	AA	2022/06/27	8.50	3.40	2018/04/27~2025/04/27	附提前偿还条款，存续期第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，每年偿还 20% 本金
20 黄山债/20 黄山债	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	2.60	2.60	2020/11/12~2025/11/12	附提前偿还条款，存续期最后 3 年分别按照发行总额的 30%、30% 和 40% 的比例偿还债券本金

评级模型

黄山城投集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，公司作为黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要承担黄山市内市政道路、桥梁等基础设施及公共配套设施项目等项目建设任务，业务竞争力强；公司项目储备较为充足，尚需投资规模较大，储备项目以政府投资模式为主，资金来源较有保障，业务稳定性和可持续性较强。工程施工业务作为公司营业收入的主要组成部分，2022 年收入持续增长；同时城市运营板块可为公司营业收入形成重要补充。但仍需关注政府资金拨付情况。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，公司权益和债务规模基本持平，资本实力一般，财务杠杆整体处于中等水平，短期债务占比有所下降，资本结构和债务结构整体较为合理，同时 EBITDA 对利息的保障能力有所提升。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对黄山城投个体基础信用等级无影响，黄山城投具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，黄山市有较强的支持能力，对公司有强的支持意愿，主要体现在黄山市经济财政实力较强，且持续增长，为公司发展提供了良好的外部支持；黄山城投系黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，成立以来在资金支持和资产注入等方面获得政府持续支持，重要性及政府关联性高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18 黄山债/PRG 黄山 1”募集资金 8.50 亿元，其中 4.26 亿元用于黄山市屯溪老街绿色城镇化项目建设，4.24 亿元用于补充营运资金。截至 2023 年 3 月末，募集资金已使用完毕；同期末，募投项目各项工程有序推进，部分工程已完工。

“20 黄山债/20 黄山债”募集资金 2.60 亿元，拟用于偿还公司有息债务。截至 2023 年 3 月末，募集资金已使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投

合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

区域环境

黄山市为安徽省下辖地级市，位于安徽省最南端，地处皖浙赣三省交界处，西南与江西景德镇市、上饶市交接，东南与浙江衢州市、杭州市为邻，东北与省内宣城市接壤，西北与池州市毗邻。根据黄山市城市总体规划（2008~2030 年），未来政府将逐步打造“一群两轴两区”的城镇体系空间结构。“一群”指南部城镇群，即以黄山中心城区为核心，建成黄山城镇密集区。“两轴”分别为东西向、南北向两条城镇发展轴；其中，东西轴是指慈张公路沿线、皖赣铁路、杭瑞(G56)高速公路、黄祁景高速(S42)公路沿线发展轴，是黄山联系杭州都市圈、浙中城镇群、武汉都市圈的纽带，进而融入“长三角”城镇群的重要通道；南北轴是指京福铁路、京台高速公路(G3)、205 国道沿线发展轴，是安徽城镇体系规划所确定的主要城镇发展轴线之一，也是区域主要经济发展带动轴。“两区”为环黄山城镇建设协调区和世界文化遗产地城镇建设协调区。截至 2022 年末，黄山市常住人口为 132.30 万人。

产业方面，黄山市确立了“以旅游为核心、以工业为支撑”的发展战略。目前黄山市已逐步形成以绿色食品、绿色软包装、汽车电子、精细化工等为主的产业体系。此外，黄山市旅游资源十分丰富，境内拥有 3 处国家 5A 级风景区及 20 余处国家 4A 级风景区，是全球首个集世界生物圈保护区、世界文化与自然遗产、世界地质公园于一身的自然保护地，中国首家荣获联合国教科文组织名录遗产“三冠王”的风景名胜区。旅游方面，未来黄山将携手杭州，以杭黄高铁为纽带，将沿途西湖、西溪湿地、千岛湖、绩溪龙川、古徽州文化旅游区、黄山、西递宏村等 7 个 5A 级景区串珠成链，打造成世界级黄金旅游通道。

2022 年，黄山市实现地区生产总值 1,002.30 亿元，同比增长 0.6%；分产业看，第一产业增加值 78.2 亿元，比上年增长 4.9%；第二产业增加值 355.2 亿元，同比持平；第三产业增加值 568.9 亿元，增长 0.3%，三次产业结构由上年的 7.8:35.6:56.6 调整为 7.8:35.4:56.8。同期，黄山市人均 GDP 为 7.55 万元。

财政实力方面，2022 年，黄山市实现一般公共预算收入 90.70 亿元，税收占比为 50.28%，财政收入质量仍有待提升；同期财政平衡率为 40.93%，财政自给能力偏弱。同期，黄山市实现政府性基金收入 58.50 亿元，较上年略有增长。再融资环境方面，2022 年末，黄山市的政府债务余额为 367.27 亿元，债务率高于 100%，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差低于全国平均水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来黄山市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP (亿元)	850.40	957.40	1,002.30
GDP 增速(%)	2.8	9.1	0.6

人均 GDP (万元)	6.39	7.19	7.55
固定资产投资增速(%)	4.9	9.1	0.5
一般公共预算收入(亿元)	83.93	88.30	90.70
政府性基金预算收入(亿元)	65.92	55.74	58.50
税收收入占比(%)	49.11	50.06	50.28
公共财政预算平衡率(%)	40.68	41.24	40.93

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料及黄山市人民政府，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司作为黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要承担黄山市内市政道路、桥梁等基础设施及公共配套设施项目等建设任务，业务竞争力强；公司项目储备较为充足，且储备项目以政府投资模式为主，资金来源较有保障，业务稳定性和可持续性较强。工程施工业务作为公司营业收入的主要组成部分，2022 年收入持续增长；同时城市运营板块可为公司营业收入形成重要补充。

但值得注意的是，公司在建及拟建基础设施建设项目尚需投资规模较大，需关注政府资金拨付情况。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房销售	0.06	0.60	42.64	0.07	0.55	35.00	3.48	20.19	18.12	0.66	13.66	10.32
工程施工	7.05	66.62	5.02	8.13	63.45	6.65	9.53	55.25	8.11	3.12	64.76	6.05
代建项目收入	0.51	4.82	1.66	0.18	1.43	2.11	0.33	1.91	4.13	0.06	1.28	0.00
城市运营												
供水	0.64	6.03	10.72	0.77	5.98	1.39	0.70	4.08	-16.46	0.12	2.48	-27.35
供电	0.07	0.62	5.62	0.05	0.42	-9.98	0.05	0.30	-26.12	0.01	0.17	-163.30
保安服务	0.25	2.39	38.96	0.34	2.64	36.57	0.38	2.22	37.47	0.10	2.10	45.83
房租物业	0.30	2.83	61.09	0.42	3.30	43.89	0.44	2.57	24.20	0.09	1.79	8.26
旅游及其他	0.13	1.27	58.76	0.24	1.89	53.01	0.14	0.83	46.47	0.04	0.75	18.33
医疗垃圾处理	0.06	0.58	36.94	0.06	0.49	39.32	0.07	0.43	22.63	0.02	0.44	29.67
混凝土销售	1.04	9.84	17.62	1.40	10.92	13.57	0.57	3.32	35.24	0.16	3.36	7.09
人力资源服务	0.11	1.07	1.61	0.49	3.85	1.33	0.67	3.89	3.24	0.25	5.14	1.32
加油站	--	--	--	0.17	1.29	6.83	0.32	1.86	8.38	0.09	1.84	7.38
检测	0.09	0.89	57.10	0.13	0.98	56.18	0.14	0.83	52.83	0.05	0.96	43.41
其他	0.26	2.45	40.95	0.36	2.81	40.98	0.40	2.31	52.92	0.06	1.28	84.03
营业收入/毛利率合计	10.58	100.00	11.24	12.81	100.00	11.42	17.24	100.00	12.52	4.82	100.00	7.68
政府补助			2.88			3.11			3.49			--

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块

跟踪期内，公司仍负责全市范围内的市政道路、桥梁等基础设施及公共配套设施项目，具备较强的区域垄断性；公司在建及拟建项目投资规模较大，业务可持续性较好，同时储备项目以政府投资模式为主，资金来源较有保障，但需关注政府资金拨付情况。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由子公司黄山城投城建控股有限公司（以下简称“城建控股”）和黄山市月潭水库建设投资有限公司等负责，每年根据黄山市政府年度项目投资计划，对全市范围内的市政道路、桥梁等基础设施及公共配套设施开展施工建设。收入确认及业务开展模

式主要有两种，1) 政府回购模式：黄山市财政局与公司签署回购协议，项目建设资金由公司自筹，待项目完工后，黄山市政府根据回购协议对项目进行结算和支付，回购资金纳入财政预算。2) 政府投资模式：黄山市政府根据年度项目投资计划，拨付项目建设资金至公司，公司按照项目进度要求完成相关建设。此外，目前公司还有部分项目属于自营模式，该模式主要是联合外部单位进行投资开发并共享运营收益。

截至 2023 年 3 月末，政府回购模式下的基建项目已全部完工，公司暂无在建的政府回购项目，政府回购项目累计收到政府回款 34.15 亿元，尚需回购 1.01 亿元。同期末，公司在建及拟建基础设施项目总投资合计为 141.56 亿元，已投资 106.88 亿元，尚需投资 34.68 亿元，业务持续性和稳定性较好。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设模式	总投资	已投资	建设期间
黄山市资源循环利用基地项目	政府投资、自营	4.39	0.45	2020~2025
月潭水库建设	政府投资	29.91	32.05	2016~2023
新安江治理项目	政府投资	23.00	23.11	2012~2022
黄山市屯溪老街绿色城镇化项目	政府投资	10.00	10.01	2017~2022
仙人洞片一期等 8 个地块	政府投资	33.36	34.42	2017~2019
市医院周边地块	政府投资	9.54	3.92	2016~2017
尧山村等 20 个地块项目安置房	政府投资	18.76	2.92	2018~2019
合计	--	128.96	106.88	--

注：1、部分项目基本已投完，处于收尾阶段，尚未竣工验收，仍属于在建工程；2、总投资额和建设周期为概算情况，实际投资额和建设周期可能与概算不同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	建设周期
黄山市第一污水处理厂迁建工程	5.70	3 年
易得绿色食品产业园	2.54	3 年
古建产业园	4.36	2 年
合计	12.60	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发板块

2022 年公司商品房项目部分交付，房地产销售收入大幅增加；公司在建及拟建商品房项目尚有一定投资需求，整体去化情况尚可；近两年安置房销售收入较小，未来收入存在一定不确定性。

公司商品房项目的开发及销售仍由城建控股下属黄山市富徽城市综合开发有限公司负责，以业主验收并实际交付为收入确认时点，同时按销售面积结转相应开发产品成本。此外，公司剩余安置房房源可对外销售，所产生的安置房销售收入归公司所有。2022 年，公司商品房销售收入 3.48 亿元，较上年大幅增加，主要系黄山区太平故里和江澜轩等项目部分交付确认收入。截至 2023 年 3 月末，公司剩余可售安置房 403 套，预计可实现销售收入 2.66 亿元，2022 年以来公司未实现安置房销售收入，未来收入存在一定不确定性。

表 5：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司安置房销售情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售安置房（套）	11	13	--	--
销售安置房收入（亿元）	0.06	0.07	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司在建商品房项目总投资合计 12.05 亿元，已投资 10.17 亿元，尚需投资 1.88 元，合计预售 8.23 亿元，去化进度接近 70%，去化情况尚可。同期末，公司拟建商品房项目为仙人洞 A 地块，计划总投资 6.87 亿元，已缴纳土地出让金 2.88 亿元，总建筑面积为 7.94 万平方米。

表 6：截至 2023 年 3 月末，公司在建房地产项目情况（亿元，万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积	建筑周期	预售金额	已确认收入	已回款	已销售面积
黄山区太平故里项目	2.60	2.50	5.78	2020.05~2021.12	2.11	1.85	2.10	2.86
江澜轩项目	2.76	2.60	4.43	2020.11~2022.05	2.52	1.97	2.52	2.37
城东新苑项目	0.87	0.87	1.61	2021.04~2022.04	0.40	0.30	0.40	0.48
文澜轩项目	5.82	4.20	6.24	2022.06~2024.12	3.20	--	2.87	2.33
合计	12.05	10.17	18.06	--	8.23	4.12	7.89	8.04

注：黄山区太平故里、江澜轩和城东新苑项目均处于完工未全部交付状态。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工板块

公司工程施工业务具备较强竞争性，业务稳定性和可持续性较强，且近年来工程施工业务收入和毛利率持续提升，盈利情况有所改善。

公司工程施工业务的运营主体仍为城建控股下属黄山市市政园林有限公司（以下简称“市政公司”）和黄山市建工集团股份有限公司¹（以下简称“黄山建工”）。目前，市政公司拥有市政公用工程施工总承包二级、城市及道路照明工程专业承包二级、预拌混凝土专业承包不分等级、河湖整治工程专业承包三级、古建筑工程专业承包三级等资质。黄山建工于 2019 年 11 月起纳入合并范围，目前拥有建筑工程施工总承包一级、建筑装饰装修工程专业一级、古建筑工程专业承包一级和市政公用工程施工总承包一级。公司工程施工业务通过公开招投标或邀标来开拓业务，收入来源于提供的产品和服务，业务属性偏市场化。作为公司营业收入的主要来源，近年来工程施工收入和毛利率持续提升，盈利情况有所改善。

2022 年及 2023 年 1~3 月，市政公司新签合同金额分别为 12,260.00 万元和 6,553.00 万元，已完工合同金额分别为 10,041.00 万元和 3,134.00 万元；目前展业范围以中心城区主次干道和周边主干道的施工为主，未来计划逐步拓展到黄山市其他地区。黄山建工展业范围以安徽省为主，业务范围较广，业务具有一定可持续性。

表 7：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，市政公司工程施工合同情况（万元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
在手合同金额(上年未完工结转至本年)	8,875.00	2,000.00	600.00	2,338.00
新签合同金额	4,700.00	8,204.00	12,260.00	6,553.00
已完工合同金额	8,796.00	8,101.00	10,041.00	3,134.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 公司持有黄山建工 20.31%的股权，为黄山建工第一大股东，公司与黄山建工个人股东项端阳等 11 人（持有黄山建工 33.38%的股权）签订一致行动协议，公司对黄山建工能够实现控制，因而将黄山建工纳入合并范围。

代建板块

公司代建业务偏市场化，业主以政府性单位居多，2022 年收入规模有所增加，项目存量规模仍较小。

公司代建业务运营主体仍为城建控股下属黄山市城建项目管理有限公司（以下简称“黄山城建”），其致力于打造城市建设全产业链，业务范围涵盖施工、建设、咨询等。该子公司业务属性偏市场化，主要受客户委托承接相关市场化项目的代建业务，公司从中获得一定的项目代建及咨询管理费用。2022 年公司实现代建收入 0.33 亿元，同比增加 80.27%，主要系代建项目结转规模增加所致。

截至 2023 年 3 月末，公司在建及拟建的代建项目总投资为 2.26 亿元，尚需投资 1.39 亿元，需关注代建项目未来收入可持续性。

表 8：截至 2023 年 3 月末，公司在建代建项目情况（万元）

项目名称	业主名称	总投资	已投资	资金来源	建设周期
黄山疗养所装修改造项目	黄山市消防救援支队	1,000.00	900.00	业主自筹	2021.11~2022.05
留置看护业务用房项目	黄山市公安局	3,755.30	2,500.00	财政资金	2022.03~2023.10
人才之家项目	黄山人才发展集团	750.00	750.00	业主自筹	2022.09~2023.02
徽山家园项目	黄山市住房租赁保障管理中心	3,600.00	3,600.00	业主自筹	2020.12~2022.06
屯溪一中运动场面层提升项目	黄山市屯溪第一中学	819.40	819.40	财政资金	2022.07~2023.02
体育管理中心场馆安全隐患整治工程	黄山市体育管理中心	650.00	200.00	财政资金	2022.12~2023.08
合计	--	10,574.70	8,769.40	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2023 年 3 月末，公司拟建代建项目情况（万元）

项目名称	业主名称	总投资	资金来源	建设周期
红光创意云谷项目	黄山城投国资控股有限公司	12,000.00	专项债	2023.04~2025.09
合计	--	12,000.00	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城市运营板块

跟踪期内，公司城市运营板块保持平稳运营，业务细分较为丰富，对公司营业收入形成有益补充。

公司城市运营板块业务细分较为丰富，涉及供水、供电、保安、房租及物业、旅游业务、人力资源服务、加油站和检测业务等。近年来城市运营板块业务逐步增加，且各项业务保持平稳运行，为公司营业收入形成有益补充。

供水业务：由下属黄山水务控股集团有限公司负责，主要承担黄山市中心城区自来水生产、供应、服务和污水处理等，现有自来水水厂 3 座，污水处理厂 2 座，主要业务收入来源于自来水水费、污水处理费，安装分公司接水工程收入等。目前，自来水业务在黄山市中心城区处于自然垄断状态，供水范围覆盖屯溪区、经开区，且近年来经营形势良好，收入保持平稳，其中 2022 年实现供水收入 0.70 亿元，同比下降 8.14%。目前正在推进与休宁县的水务一体化，未来业务区域有望进一步增加。

保安服务业务：由惟信服务下属黄山市保安服务有限公司负责运营。目前该公司是黄山市唯一一

家专业武装押运公司，业务范围主要涉及金融押运、保管箱库、人力保安等；收入来源于押运费用，以及部分行政事业单位的人防安保服务收费等。近年来，保安服务业务经营稳定，2022 年实现收入 0.38 亿元，同比增加 12.87%。

房租及物业：主要由黄山城投国资控股有限公司（以下简称“黄山国控”）和惟信服务下属黄山欣徽物业管理有限公司负责运营。前者主要负责对市政府授权的国有企业进行改制、剥离资产，对市直行政、企、事业单位的经营性资产进行出售、转让、出租、运营，对涉债企业的不良资产进行处置等。后者则主要从事国有资产、商务楼宇、企事业单位、住宅小区等物业的服务与管理。2022 年，公司实现房租及物业收入 0.44 亿元，同比基本持平。

旅游：主要由下属子公司黄山市新安江旅游发展有限公司负责，旗下运营的主要旅游资产为新安江滨水旅游景区（4A 级），该景区为开放式景区，景区内包含 360°球幕飞行影院、游船、古村落房屋租赁等收费项目。2022 年接待游客人数 8.6 万人次，实现旅游及其他收入 0.14 亿元，同比下降 40.66%，主要系外部环境影响所致。

人力资源服务：主要由下属子公司黄山人才发展集团有限公司负责运营，收入主要来源于人力资源服务、业务培训、劳务派遣收费等。2022 年，公司实现人力资源服务收入 0.67 亿元，同比增加 36.16%。

加油站：公司加油站板块主要由黄山国控下属黄山车用能源运营有限公司（以下简称“车用能源”）负责，黄山国控持有车用能源 55% 的股权，收入主要来源于汽油销售。2022 年，公司实现加油站收入 0.32 亿元，同比增长 94.62%。

检测：由黄山国控下属黄山市机动车辆安全技术检测有限公司（以下简称“黄山车检”）负责运营，收入主要来源于机动车安全技术检测。2022 年，公司实现检测费收入 0.14 亿元，同比基本持平。

混凝土销售业务：由黄山建工子公司黄山市华腾建筑材料有限公司负责运营，收入主要来源于混凝土销售，2019 年 11 月纳入合并范围。2022 年，公司实现混凝土销售收入 0.57 亿元，受市政工程施工项目量减少，同比下降 59.00%。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。2022 年，公司债务和权益规模同比基本持平，资本实力一般，财务杠杆处于中等水平，同时短期债务占比有所下降，资本结构和债务结构整体较为合理；公司经营获现情况较好，EBITDA 对利息支出的保障能力有所提升。

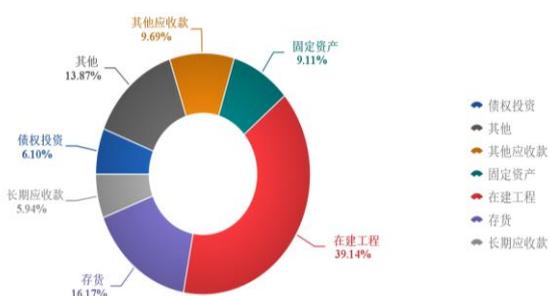
资本实力与结构

跟踪期内，由于部分棚改项目完工移交，公司资产规模小幅下降；公司资产收益性一般，且流动性较弱，整体资产质量一般；由于权益、债务规模基本持平，财务杠杆水平相对稳定。

跟踪期内，公司资产规模小幅下降。公司资产主要由在建工程、存货、固定资产、其他应收款、长期应收款和债权投资等科目组成，且以非流动资产为主，非流动资产占比维持在 60% 以上。在建工程主要为公司承建的棚户区改造、月潭水库建设、新安江综合治理和市政道路建设等基础设

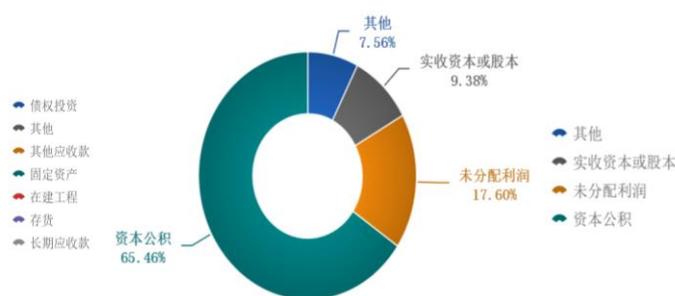
施建设项目，2022 年，受部分棚户区完工移交影响，在建工程减少 29.93 亿元，同时确认对黄山市财政局的长期应收款；固定资产主要为市政设施、房屋及建筑物等；债权投资主要为国家开发银行借款转贷，转贷对象主要系黄山下属区县的基建平台。流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，其中存货主要为土地使用权和开发成本，2023 年 3 月末土地使用权账面价值合计 41.49 亿元，全部为出让地，且以商服、商住用地为主；其他应收款主要为土地结转款、回购款和往来款等，主要应收对象为黄山市土地储备中心、黄山市文化产业投资集团有限公司及黄山市财政局等国有企事业单位。整体来看，公司资产以市政基础设施投入、土地资产和应收类款项为主，且土地资产受限规模较高，资产流动性较弱；公司城市运营板块可为公司提供较为稳定的现金流，但规模较小，资产收益性一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经调整的所有者权益²主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2022 年以来基本持平。跟踪期内，公司总债务规模亦波动较小，使得财务杠杆水平维持相对稳定。截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 56.80%和 46.66%。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	327.39	334.22	327.41	326.88
非流动资产占比	60.82	65.59	64.61	65.37
经调整的所有者权益合计	132.53	136.99	136.78	136.94
资产负债率	57.98	57.62	56.89	56.80
总资本化比率	49.63	46.35	46.43	46.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司业务回款情况较好，经营活动现金流维持大幅净流入；由于投资需求较高，投资活动现金流缺口进一步扩大；受外部融资和偿债支出叠加影响，筹资活动现金流缺口有所缩减；由于经营活动无法完全覆盖投资活动和筹资活动的资金缺口，现金及现金等价物持续减少。

公司营业收入以市政工程施工和城市运营板块为主，2022 年收现比小幅下降，但仍高于 1，公司收入质量整体较高。

经营活动方面，近年来公司经营活动净现金流持续为正且逐年增加，其中 2022 年，公司主营业务

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括国开基金和农发基金投资形成的其他权益工具，截至 2022 年末上述调整项金额为 4.36 亿元（占比 1.05%）。

回款和往来款收回规模均稳步增加，使得经营活动现金流维持大幅净流入趋势，经营活动获现能力整体较高。

投资活动方面，2022 年公司投资活动现金流缺口进一步扩大，其中现金流入主要为收回的国开行借款转贷本息及基建回款，现金流出主要为棚改、新安江综合治理及月潭水库建设等基建项目的投入。

筹资活动方面，2022 年公司加大筹资力度，使得外部融资规模大幅增加，由于当期债务到期规模较大，筹资活动净现金流仍为负但资金缺口有所缩减，主要依靠经营活动来弥补投资活动和融资活动的资金缺口。整体来看，公司通过外部融资叠加业务回款和政府补助等方式筹集的资金，无法完全覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额持续为负。需持续关注再融资环境的变化以及公司后续融资的顺畅性。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	6.65	17.72	17.90	2.43
投资活动产生的现金流量净额	-6.34	-12.06	-15.64	-1.85
筹资活动产生的现金流量净额	-9.09	-16.64	-7.22	0.55
现金及现金等价物净增加额	-8.78	-10.98	-4.96	1.14
收现比	1.12	1.34	1.11	1.20

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模基本持平，短期债务占比有所下降，债务结构整体较为合理；公司经营净现金流对利息支出覆盖能力较强，EBITDA 对利息支出的保障能力有所提升。

跟踪期内，公司债务规模基本持平，从债务类型构成来看，公司债务以银行借款和债券融资为主，亦保有一定规模的非标融资、地方政府债券、国开基金优先股和农发基金优先股等，融资渠道较为多元；从债务到期分布来看，短期债务占比有所下降，债务期限结构整体较为合理。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4 年以上
银行贷款	74.86	9.20	9.57	9.56	9.16	37.37
债券融资	23.20	8.68	2.48	12.04	--	--
非标融资	4.25	1.80	1.65	0.80	--	--
其他	17.47	2.02	1.19	1.25	1.07	11.94
合计	119.78	21.70	14.89	23.65	10.23	49.31

注：其他主要系地方政府债券、国开基金优先股和农发基金优先股等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，受利润总额和费用化利息支出增加影响，EBITDA 大幅增加，EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所提升。此外，公司经营活动现金流持续净流入，对利息支出的覆盖能力较强。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	130.57	118.34	118.53	119.78
短期债务占比	13.36	21.70	16.87	18.11
EBITDA	4.47	5.12	7.88	--

EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.08	1.58	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.23	3.73	3.60	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计为 46.23 亿元，占同期末总资产的比重为 14.14%，尚有一定的抵质押空间。同期末，公司无对外担保。

表 14：截至 2022 年末公司受限资产情况（亿元）

	账面价值
货币资金	0.26
存货-土地及房产	42.48
存货-开发成本	2.94
在建工程	0.06
固定资产	0.26
无形资产	0.23
合计	46.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测³

假设

——2023 年，公司作为黄山市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司各项业务平稳推进，收入保持稳定增长。

——2023 年，公司项目投资规模预计在 5~15 亿元。

——2023 年，公司预计新增债务融资 10~30 亿元，年末总债务规模较 2022 年末变动较小。

预测

表 15：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	46.35	46.43	41.41~50.61
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.08	1.58	1.10~1.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动现金流保持净流入且持续增加，2023 年 3 月末公司可动用货币资金为 15.89 亿元，可为公司日常运营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 202.24 亿元，尚未使用授信额度为 84.86 亿元，备用流动性充足。此外，公司作为黄山市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，公司可持续获得政府在项目建设及债务还本付息方面的资金支持。近年来，公司在债券市场表现尚可，发债主体未出现债务违约事件。2022 年以来，公司陆续发行“22 黄山城投 CP001”、“22 黄山城投 MTN001”和“23 黄山城投 CP001”，发行成本低于全国平均水平，整体再融资环境较好，目前已获批尚未发行债券额度 5.70 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。由于公司在建及拟建项目以政府投资模式为主，资金来源较有保障；债务到期方面，公司未来一年内债务到期规模 21.70 亿元，2022 年利息支出规模为 4.98 亿元，预计未来一年利息支出规模变动较小，同时公司融资渠道较为畅通，备用流动性充足，可有效覆盖还本付息。综合来看，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，治理结构较为完善，信息披露较为及时，目前公司 ESG 表现优于行业平均水平，但仍有可提升空间。

环境方面，公司相关业务可能面临的环境风险较小，且目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。近年来公司未出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。

外部支持

中诚信国际认为，黄山市政府的支持能力较强，主要体现在以下方面：

黄山市为安徽省下辖地级市，位于安徽省最南端，地处皖浙赣三省交界处，交通区位优势。产业方面，黄山市确立了“以旅游为核心、以工业为支撑”的发展战略，旅游资源十分丰富。近年来，黄山市经济财政实力稳步提升。借助良好的区位优势和旅游资源，随着外部环境好转，黄山市的经济实力有望迎来进一步提升。

同时，黄山市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

- 1) 区域重要性高：公司作为黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，业务范围包括城市基础设施建设、公用事业和文旅等，业务具备较强的垄断性，区域重要性高。
- 2) 与政府的关联性高：公司实际控制人为黄山市国资委，根据市政府意图承担基础设施建设及国有资产运营任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在资金支持等方面获得政府持续支持，2022 年公司收到政府拨付的注册资本金 1.37 亿元，其中 0.28 亿元计入实收资本，1.09 亿元作为资本溢价；同期，公司收到政府补助 3.49 亿元，分别计入其他收益和营业外收入。

表 16：黄山市平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
黄山城投	黄山市国资委 97.89%	黄山市内基础设施建设及国有资产运营等	327.41	141.14	56.89	17.24	3.04	21.50
黄山交通投资集团有限公司	黄山市国资委 100%	黄山市交通运输建设及资产运营等	--	--	--	--	--	--
黄山市铁路投资有限公司	黄山市国资委 100%	黄山市铁路项目建设及运营等	--	--	--	--	--	--
黄山市文化产业投资集团有限公司	黄山市国资委 95%	黄山市文化产业及其关联项目投资、资产管理及运营等	--	--	--	--	--	--
黄山市开发投资集团有限公司	黄山市国资委 90.63%	黄山经开区内基础设施建设及国有资产运营等	--	--	--	--	--	--

注：债券余额为母公司口径，时间为截至本报告出具日。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，黄山市政府较强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，黄山城投与萍乡城投、鹤壁投资等可比公司的外部经营环境风险、业务风险、财务风险和外部支持并无显著差异，当地政府的支持能力均较强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，黄山市与萍乡市、鹤壁市等的行政地位相当，经济财政实力可比，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。黄山城投和上述平台均为所在区域重要的城市基础设施建设主体，当地政府对它们均有强的支持意愿。

其次，黄山城投的外部经营环境风险和业务风险与上述平台具备较强可比性。公司与可比对象均具备较强的业务竞争优势，在区域内具备一定业务垄断性。目前，公司业务覆盖城市基础设施建设、公用事业和文旅等诸多领域，业务多样性较强，但也存在基建项目投入和应收类款项占比较高、土地资产受限规模较大的问题，资产流动性整体偏弱的问题。

再次，黄山城投的财务风险在对比企业中处于中等水平。公司资产和权益规模低于比较组平均水平，总体资本实力较弱；财务杠杆较低，在可比公司中处于最低水平；EBITDA 对利息覆盖能力处于中等水平；公司可用银行授信余额相对充裕，融资能力相对较强。

表 17：2022 年同行业对比表

	黄山城投	萍乡城投	鹤壁投资
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	安徽省黄山市	江西省萍乡市	河南省鹤壁市
GDP（亿元）	1,002.30	1,160.33	1,107.04
GDP 增速（%）	0.6	2.0	4.3
人均 GDP（万元）	7.55	5.42	7.04
一般公共预算收入（亿元）	90.70	107.11	81.14
公共财政平衡率（%）	40.93	34.91	40.10
政府债务余额（亿元）	367.27	486.78	370.22
控股股东及持股比例	黄山市国资委 97.89%	萍乡市投资发展集团有限公司 90.00%	河南省鹤壁市国有资产监督管理局 90.00%
职能及地位	黄山市目前最重要的基础设施建设及国有资产运营主体	萍乡市重要的基础设施建设主体	鹤壁市最重要的市属城市基础设施投融资主体
核心业务及收入占比	工程施工 55.25%、商品房销售 20.19%	基础设施建设 53.50%、建筑工程 19.80%、商品销售 19.37%	砂石骨料销售 24.91%、商品销售 22.39%、商品房销售 14.00%
资产总计（亿元）	327.41	621.30	367.36
经调整的所有者权益合计（亿元）	136.78	260.09	130.68
总债务（亿元）	118.53	318.14	159.74
总资本化比率（%）	46.43	55.02	55.00
营业总收入（亿元）	17.24	46.77	31.73
净利润（亿元）	3.04	5.62	1.50
EBITDA（亿元）	7.88	7.75	13.09
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.58	1.02	2.16
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	17.90	-0.45	11.24
可用银行授信余额（亿元）	84.86	226.29	28.01
最新债券融资余额（亿元）	21.50	52.20	32.08

注：1、公司和鹤壁投资的可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据；2、最新债券融资余额为母公司口径，时间为截至本报告出具日。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

“20 黄山债/20 黄山债”采用土地使用权抵押担保方式增信。公司将其部分土地使用权作为抵押资产进行抵押，以保障本期债券本息按照约定如期兑付，一旦公司出现偿债困难，可通过处置抵押资产以清偿债务。

根据安徽建工房地产土地资产评估有限公司于 2020 年 4 月 27 日出具的《土地估价报告》，抵押土地评估价值为 81,876.31 万元，对债券所偿还本金及两年利息之和的覆盖倍率为 2.76 倍，对债券本金的覆盖倍率为 3.15 倍。但是《土地估价报告》有效期为一年，公司暂未出具最新的评估报告，抵押土地现值需保持关注。

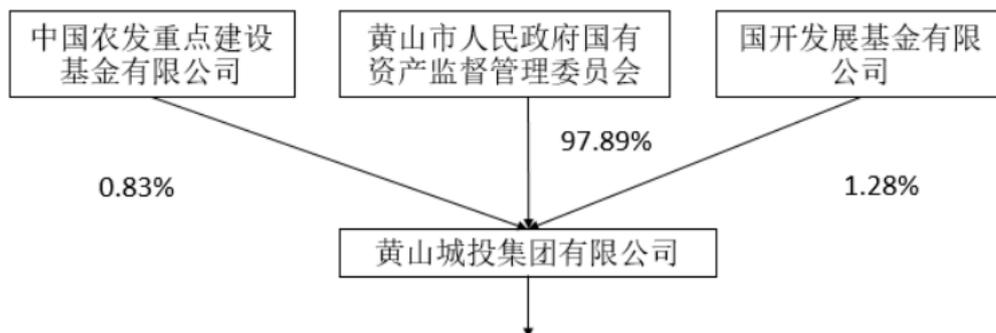
中诚信国际认为公司以其自身合法持有的 81,876.31 万元的国有土地使用权为“20 黄山债/20 黄山债”提供抵押担保，对本期债券还本付息有一定的保障作用。

评级结论

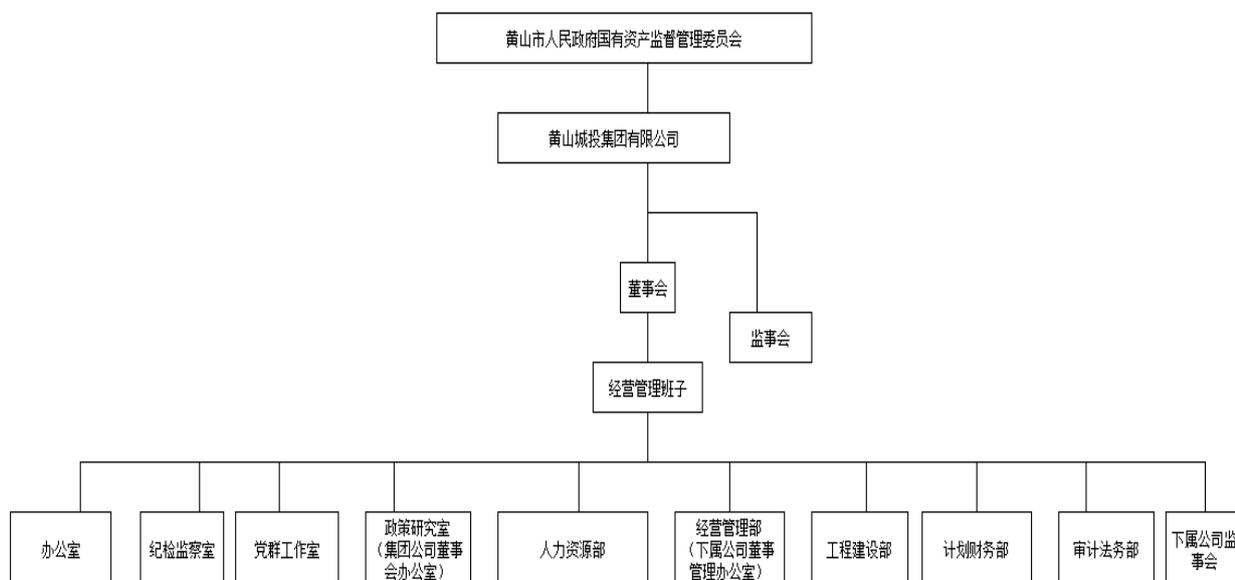
综上所述，中诚信国际维持黄山城投集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持

“18 黄山债/PRG 黄山 1”的信用等级为 **AA**；维持“20 黄山债/20 黄山债”的信用等级为 **AA+**。

附一：黄山城投集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2023 年 3 月末)



一级子公司名称	持股比例 (%)
黄山水务控股集团有限公司	100.00
黄山城投国资控股有限公司	100.00
黄山城投城建控股有限公司	100.00
黄山市新安江旅游发展有限公司	100.00
黄山城投推信服务有限公司	100.00
黄山市月潭水库建设投资有限公司	100.00
黄山市宜居投资开发有限公司	100.00
黄山市城市投资管理有限公司	100.00
黄山城投环境有限公司	100.00
黄山市屯溪老街项目建设有限责任公司	70.00
黄山市月潭湖开发投资有限公司	40.00
黄山人才发展集团有限公司	100.00
黄山新奥体育发展有限公司	100.00
中数云昇（黄山）数字科技有限公司	85.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：黄山城投集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	307,796.67	198,610.16	150,120.94	161,482.11
非受限货币资金	306,916.39	197,117.41	147,549.55	158,910.73
应收账款	16,723.42	18,958.62	18,864.67	13,846.37
其他应收款	317,172.69	293,846.16	317,302.42	294,173.25
存货	496,760.73	509,925.01	529,324.24	522,400.46
长期投资	55,481.20	214,516.52	237,240.74	235,700.74
在建工程	1,433,864.13	1,580,733.49	1,281,398.70	1,314,392.39
无形资产	4,285.59	13,245.48	15,319.41	15,222.04
资产总计	3,273,850.39	3,342,231.83	3,274,115.79	3,268,778.69
其他应付款	163,357.88	243,461.18	125,697.91	118,279.98
短期债务	174,496.26	256,819.62	199,968.33	216,964.93
长期债务	1,131,249.82	926,608.84	985,303.52	980,830.43
总债务	1,305,746.07	1,183,428.47	1,185,271.85	1,197,795.36
负债合计	1,898,117.52	1,925,843.02	1,862,695.19	1,856,725.18
利息支出	53,959.92	47,543.99	49,791.37	--
经调整的所有者权益合计	1,325,349.03	1,369,863.95	1,367,804.97	1,369,437.88
营业总收入	105,770.46	128,097.67	172,446.39	48,177.27
经营性业务利润	23,767.69	25,313.82	32,033.58	1,741.34
其他收益	28,634.15	30,943.19	34,799.39	2,500.00
投资收益	810.47	2,194.13	627.66	--
营业外收入	363.61	213.68	339.37	--
净利润	22,982.96	25,832.95	30,359.11	1,632.91
EBIT	36,412.11	41,966.18	68,009.87	--
EBITDA	44,725.48	51,159.76	78,779.98	--
销售商品、提供劳务收到的现金	117,959.32	171,301.63	191,713.90	57,677.51
收到其他与经营活动有关的现金	87,103.23	177,912.79	193,379.23	27,009.17
购买商品、接受劳务支付的现金	98,337.15	124,885.35	145,810.51	38,167.99
支付其他与经营活动有关的现金	3,895.77	3,297.55	4,781.21	7,044.99
吸收投资收到的现金	1,200.00	6,057.75	13,700.00	--
资本支出	144,126.09	150,866.36	145,927.51	18,492.70
经营活动产生的现金流量净额	66,452.20	177,217.20	179,000.34	24,345.89
投资活动产生的现金流量净额	-63,414.24	-120,598.91	-156,357.43	-18,492.70
筹资活动产生的现金流量净额	-90,911.50	-166,409.24	-72,210.77	5,507.98
现金及现金等价物净增加额	-87,841.18	-109,798.98	-49,567.86	11,361.17
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	11.24	11.42	12.52	7.68
期间费用率（%）	14.97	14.96	12.81	8.38
应收类款项占比（%）	13.94	9.36	16.20	15.42
收现比（X）	1.12	1.34	1.11	1.20
资产负债率（%）	57.98	57.62	56.89	56.80
总资本化比率（%）	49.63	46.35	46.43	46.66
短期债务/总债务（%）	13.36	21.70	16.87	18.11
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.23	3.73	3.60	--
总债务/EBITDA（X）	29.19	23.13	15.05	--
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.20	0.39	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.83	1.08	1.58	--

注：1、中诚信国际根据黄山城投提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、为准确计算债务，将其他流动负债中带息部分计入短期债务，将长期应付款和其他权益工具中带息部分计入长期债务；3、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn